

美国非农略超预期，11月加息75bp概率提升

2022年10月9日

宏观经济 | 事件点评

——美国9月非农数据点评

分析师 | 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国9月季调后非农就业增26.3万，预期25万；失业率3.5%，前值3.7%。劳动参与率62.3%，前值62.4%。时薪同比5%，前值5.2%。

主要观点：

就业人口首次超过疫情前水平。在市场持续认为劳动力市场开始疲软之际，美国非农数据已连续四月处于预期以上高位水平。除地方政府、餐饮酒店、采矿业，其余行业基本达到或超过疫情前水平。9月新增就业集中于餐饮、医疗、专业与商业服务、制造、建筑等，其他行业变化不大。居家办公占比加速下降，餐饮新增与居家办公比例表明疫情对人员活动的影响正在快速减弱。时薪同比持续回落，但需回落至4%以下为宜。非农数据表明疫情管控放开对经济的正向影响仍在持续，四季度美国失业率出现明显上升的可能不大，年内衰退概率降低。随后经济衰退较为温和，且主要来自欧洲的拖累。结合上周美联储官员讲话，11月加息75bp为大概率事件，本轮加息周期政策利率可达4.6~4.8%。

就业人口结构基本没有变化。劳动参与率（62.3%）和就业率（60.1%）没有变化，均低于2020年2月1.1个百分点。就业率自2022年3月起一直在59~60.1%之间波动，没有因非农就业人数增加而增加，相当于2018年的平均水平。根据经验，就业比例与劳动参与率这两个数值的恢复需要更长时间。从家庭调查看，就业人口（158.936百万）首次超过2020年2月高峰（158.866百万）。9月失业人数降20万至580万。因经济环境原因被迫兼职下降30.6万至380万，为近3月首次下降。

大流行的影响加速消退，助推就业市场。9月5.2%的就业人群远程办公，前值6.5%。这一比例在6、7月（7.1%）没有变化后，连续两月加速下滑。此外，因大流行其雇主关闭企业而无法工作也加速下降50万至140万。而在非劳动力人群中，有45.2万人因为大流行而无法找工作，前值52.6万。这表明疫情管控放松对人员活动恢复的正向影响仍在持续。

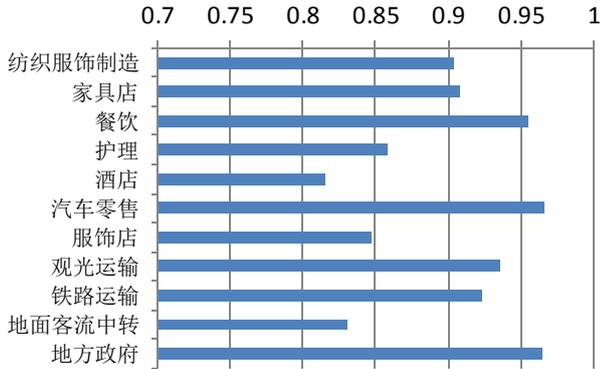
按行业看，非农就业广泛，餐饮持续复苏。非农企业就业人数比2020年2月高51万，新增前三的行业为休闲娱乐（8.3万），医疗（6万）以及专业和商务服务（4.6万）。休闲娱乐主要集中在餐饮6万，总行业距离疫情前还差6.7%；而医疗行业就业已回到2020年2月水平。其他行业，制造业继续增长2.2万，主要在汽车0.8万，金属制品0.6万，电子产品0.3万，印刷行业降0.4万；建筑业增1.9万人，与前8月月均持平；批发贸易增1.1万。金融服务几乎没有变化，降0.8万；仓储运输-0.8万，其中卡车运输降1.1万，航空运输增0.3万。服装零售就业恢复仍旧缓慢，为疫情前85%。与疫情前就业差距主要集中于餐饮和酒店，其中餐饮占非农比例最大，和疫情前还有4.5%的差距，与选择居家办公的就业人群（5.2%）恢复速度相当。酒店就业占比较小，恢复远不及预期，为疫情前81.5%。

薪资同比持续回落，但仍高位，需降至4%以下才可看到通胀压力下降。时薪增5%，虽比2月高点7.2%持续回落，但仍高于1984年以来的高位。以GDP的恢复程度、就业率和薪资增速来看，劳动力市场恢复仍有一定空间。虽部分科技公司出现谨慎性决策，受疫情管控解除的持续影响，四季度美国失业率明显上升的可能不大，年内衰退概率降低。随后的衰退较为温和，且主要来自欧洲的拖累。四季度欧洲陷入衰退的概率远高于美国。

非农数据进一步推升11月加息75bp概率，维持美十债上限3.75~4%，美股长期中性等待低点。上周美联储官员发言均为鹰派，都表达了美联储将进一步加息的意愿，并将维持在高位一段时间直至确认通胀问题得到根本性解决。参考2000年和2006年实际GDP同比、CPI同比以及FFR的相对关系，本轮加息周期末期峰值可以达到4.6~4.8%附近，并维持一段时间。我们暂时仍维持美十债上限3.75~4%，认为未来美十债利率即使突破4%，停留在4%以上的时间也不会太久。关于长短国债利率倒挂可以参考1978~1980年的情况，预计会维持较长时间。此外，维持美股中性，等待低点。美元指数在欧洲衰退落地之前将继续保持强势。

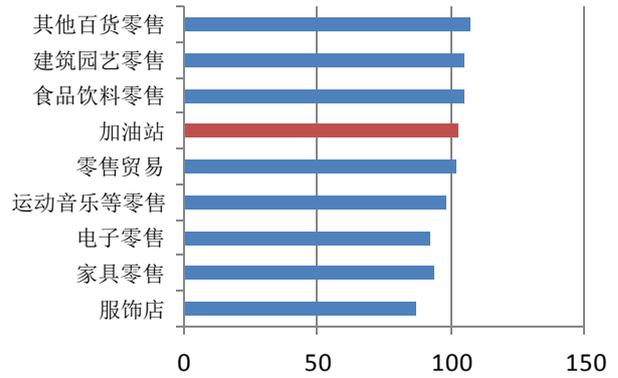
风险提示：欧洲经济陷入衰退，冬季欧洲能源危机。

图1：就业恢复缓慢的行业（2020年2月=1）



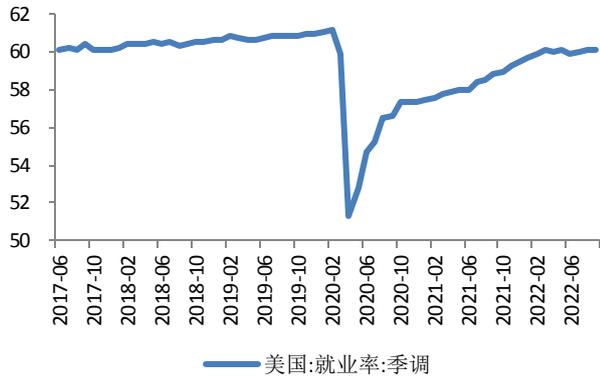
资料来源：FRED，东兴证券研究所

图2：零售行业就业恢复不均（2020年2月就业=100）



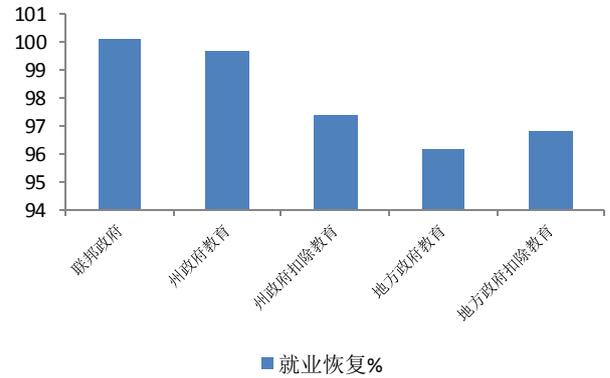
资料来源：FRED，东兴证券研究所整理

图3：就业率没有变化



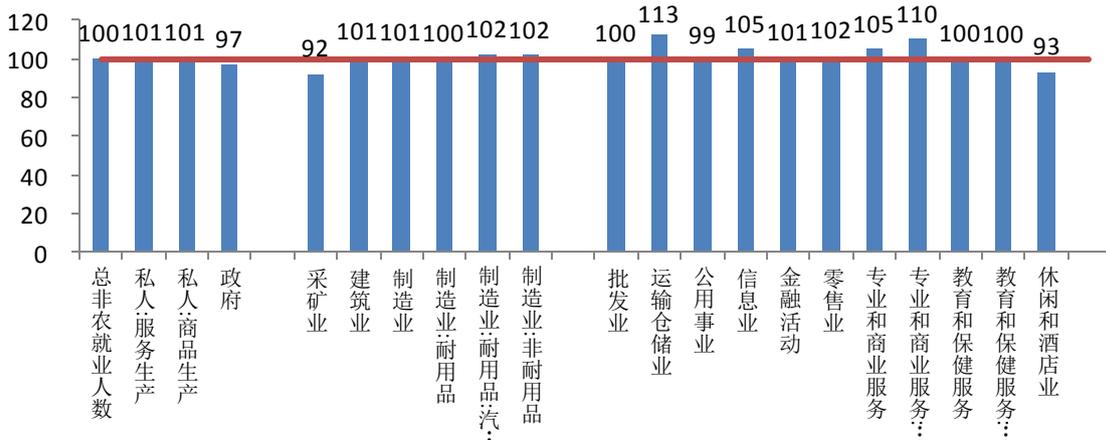
资料来源：wind，东兴证券研究所整理

图4：地方政府部门就业恢复仍旧不足（2020年2月=100）

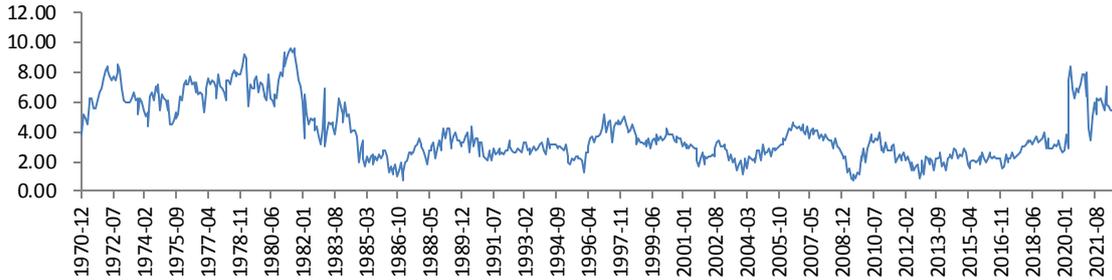


资料来源：FRED，东兴证券研究所整理

图5：行业就业恢复情况（2020年2月=100）

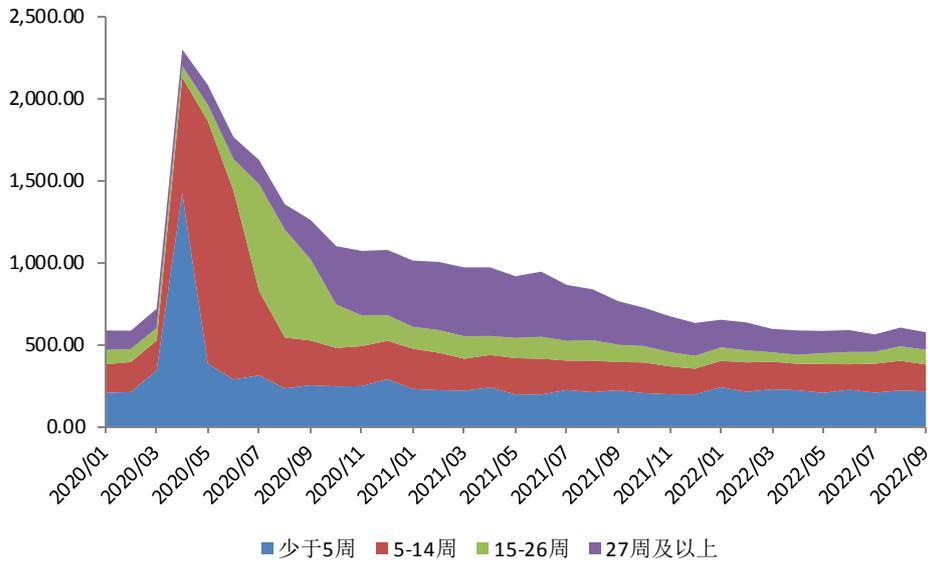


资料来源：wind，东兴证券研究所整理

图6：平均周薪回落，但趋势仍在高位


—— Wind 美国:私人非农企业生产和非管理人员:平均周薪:总计:季调:同比

资料来源: wind, 东兴证券研究所

图7：失业人群变化不大


资料来源: wind, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储9月加息75bp，加息周期峰值预期再次提升	2022-09-23
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落不及预期，美股债双跌	2022-09-15
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农仍旧强劲，9月加息75bp概率进一步提升	2022-09-04
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储9月加息75bp概率提升，并将维持高利率直至通胀问题彻底解决	2022-08-28

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落超预期，8月将继续回落	2022-08-11
宏观普通报告	宏观普通报告：美国就业增长广泛，不阻碍加息步伐	2022-08-07
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀再创新高，下月或小幅回落	2022-07-14
宏观普通报告	宏观普通报告：美国就业市场仍旧强劲	2022-07-11
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀再创新高，扭转市场预期	2022-06-12
宏观深度报告	宏观专题报告：2022年海外宏观及资本市场年中展望	2022-05-31

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526